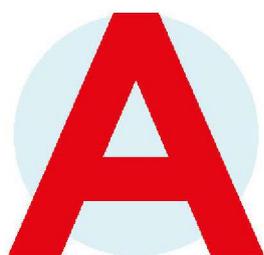


Por César Martínez Aznárez

UNA HISTORIA INTENSIVA EN INVERSIONES DE CAPITAL

DISPUTAR UN CONCENTRADO MERCADO DE TELECOMUNICACIONES, COMO EL MEXICANO, IMPLICA UNA ESTRATEGIA FINANCIERA ARRIESGADA, PERO LOS RESULTADOS POSITIVOS SON CADA VEZ MÁS EVIDENTES.



A Eduardo Kuri Romo le tocó en suerte dirigir a la quinta empresa más apalancada de México, con la paradoja financiera de ofrecer todo junto; promesa, pero riesgo hacia el futuro. Para colmo, sobrelleva la pesada carga de los CEO que deben complacer a los empresarios más ricos del mundo corporativo local.

De 53 años de edad, el CEO de Total Play es un hombre “de la casa”: Grupo Salinas. Antes de asumir el actual cargo (en 2011), había laborado en TV Azteca y en Iusacell, ambas (en esa etapa) del empresario Ricardo Salinas Pliego, el presidente del consejo y controlador de 98.8% de las acciones de la compañía.

Ha tenido que gestionar una apuesta ambiciosa, y muy arriesgada, por el modelo financiero elegido, basado en inversiones apalancadas, y también por la meta comercial de disputar el mercado a dos monstruos corporativos, como son América Móvil y Televisa.

No ha de resultar fácil tampoco para Kuri ser el operador de un empresario como Salinas Pliego, el tercero más rico de México, según el listado

EDUARDO KURI ROMO

TOTAL PLAY TELECOMUNICACIONES



© ABRAHAM SOLÍS

de FORBES “Millonarios 2023”, con una fortuna de 10,900 millones de dólares (MDD), y con una bien ganada fama de hombre polémico, mediático y confrontativo en los medios, los negocios y hasta en el fútbol.

A pesar de todas estas dificultades, Kuri se ha mantenido ya por más de una década como CEO de Total Play.

A través de fibra óptica, con un segmento residencial para el acceso a internet, telefonía fija y TV restringida, el triple play (83% de los ingresos totales a septiembre pasado, según la calificadora Verum), y otro segmento de servicios de telecomunicaciones para empresas y gobierno, este CEO ha escalado, con un crecimiento meteórico.

Comenzó a operar en 2011; en 2014, tenía apenas 150,000 usuarios, pero como una división de Iusacell. En 2015, con la venta de esa telefónica móvil a AT&T, Total Play se escindió y quedó en poder de Ricardo Salinas Pliego. Entonces empezó su verdadero trayecto como firma independiente.

En internet fijo, entre finales de 2014 y marzo de 2022, América Móvil bajó de 65.3% de participación de mercado a 41.1%, mientras que Total Play creció de 1.2% a 15.7%. En telefonía fija, la primera bajó de 67.3% a 41.8%, y la segunda aumentó de 1.3% a 15.9%. En TV restringida, en el mismo periodo, Televisa quedó casi igual, al pasar de 62.6% a 62.9%, mientras que Total Play creció de 0.8% a 9.3% de participación de mercado.

RELACION PELIGROSA

Pero el crecimiento tiene un costo. Al 31 de marzo pasado, Total Play había acumulado una deuda de 3,066 MMD.

Y, más importante que el monto es la mezcla de financiamiento, es decir, la relación entre el capital prestado (la deuda) y el capital propio.

Para analizar a la mayoría de las empresas, los analistas sugieren una relación de 1 a 1, y creen que, si la deuda es más de dos veces mayor que el capital propio, se está en una posición

peligrosa. En Total Play, la deuda es 10 veces mayor que el capital propio. La deuda financiera representa 1,066% del patrimonio neto, es decir, es 10.66 veces más grande.

Sólo hay cuatro firmas más apalancadas que Total Play, según información procesada con datos de la agencia S&P Capital IQ: Volaris, Viva Aerobus, Sport World y Farmacias Benavides (*ratio* Deuda/Patrimonio neto).

No obstante, muchos analistas creen que es más importante el flujo de caja, y en ese aspecto Kuri está bien parado, porque la relación de deuda a Ebitda es de 3.3 veces, una buena capacidad de pago para una empresa grande, aceptable para los analistas (se considera que cuatro veces es una frontera con el peligro).

En este indicador, además, la comparación con los 10 líderes globales de esta industria favorece a Total Play, porque aquéllos tienen un promedio de 4.7 veces.

Sin embargo, ese *top ten* tiene un apalancamiento menor: un 282% de deuda como porcentaje del capital propio, frente a 1,066% de Total Play. En la estadounidense Dish Network, por ejemplo, es de sólo 131%.

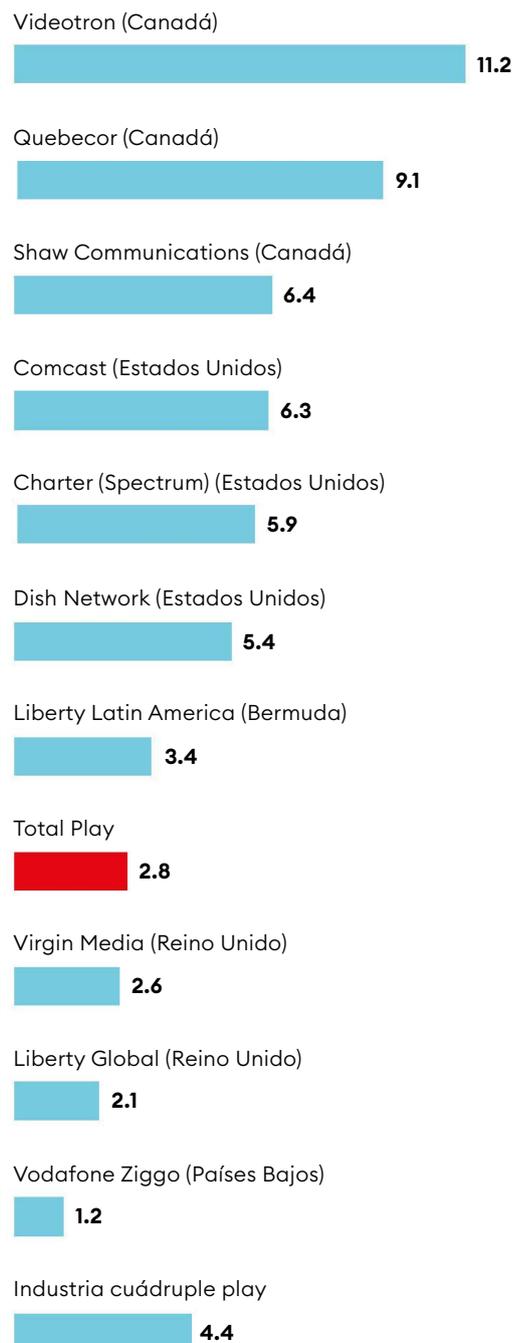
Esta aparente contradicción podría explicarse de este modo: si para un nivel de deuda dado, una empresa mantiene un buen flujo de caja en el tiempo, no importa el apalancamiento alto; pero, si decae ese flujo, por ejemplo, por una crisis o una transformación de su industria, un elevado apalancamiento puede hacer trizas a la compañía.

EL COSTO DE LA DEUDA

La rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) de Total Play es de 2.8% en el último trienio, mientras que el *top ten* promedia casi el doble, 5.4%; y la media global de la industria es de 4.4%. Eso significa que, aunque con una tasa modesta, Kuri cosecha utilidades en la operación (al menos desde 2017). El bajo nivel de la ROIC

RANKING RENTABILIDAD - LÍDERES MUNDIALES

Retorno sobre el capital invertido (ROIC), tasa anual en %, promedios de los últimos tres años, de las 10 empresas de servicios múltiples de acceso a internet, TV restringida y telefonía más grandes del mundo por ingresos, del promedio mundial del sector y de Total Play



ROIC: Utilidad (o pérdida) operativa neta de impuesto a la renta (tasa ficticia de 37.5% para todas las empresas) / capital propio más deuda financiera promedio del periodo. El resultado corresponde al promedio de 2020, 2021 y de los últimos 12 meses reportados.

se debe, en parte, al alto costo de operación y de gastos administrativos de Total Play: 92 dólares por cada 100 vendidos, contra 82 del *top ten*.

Sin embargo, el problema radica en que el pago de los intereses de la deuda engulle toda la utilidad operativa y provoca pérdidas finales, que han representado 4.5% de los ingresos de Kuri (promedio últimos tres años), mientras que el *top ten* obtuvo beneficios de 13%.

Una forma útil de ponderar los gastos financieros es comparar las tasas de interés implícitas (intereses/deuda). Total Play paga una tasa de 7%, mientras que el *top ten* paga sólo 4%; por ejemplo, la estadounidense Comcast, 3.9%; y, como casos más comparables, las locales Megacable y Empresas Cablevisión, y las dos más grandes de América Latina, la argentina CVH y la Colombiana Telefónica, pagan 5.8% promedio (2020-2022).

La métrica más usada en estos gastos es la cobertura de intereses (el cociente entre el Ebitda y los intereses pagados), y en la comparación también pierde Kuri ante los gigantes, porque el flujo de Total Play cubre 4.3 veces los intereses (últimos tres años), y el *top ten* los cubre 32 veces.

Pero, a pesar del alto apalancamiento y de las comparaciones internacionales desfavorables, aquí también hay dos miradas contradictorias, dado que los analistas consideran que, si el Ebitda es al menos tres veces mayor a los intereses de la deuda, se trata de un resultado aceptable y sano financieramente, y en la mexicana es de 4.3 veces.

Es un negocio incipiente, con un gran crecimiento, utilidad operativa modesta pero aceptable, buen flujo de efectivo, pero... hay un pero muy grande en este modelo basado en el financiamiento ajeno: los cuantiosos pagos de intereses y las pérdidas

finales observadas desde 2017, excepto en el año 2019.

¿POR QUÉ LA PARADOJA?

Ésta es la paradoja que ha administrado el CEO de Total Play. ¿Cómo es posible tal contradicción (o aparente contradicción)?

En las inversiones de capital podría encontrarse una explicación. Los dos *ratios* que favorecen a Kuri, la capacidad de pago y la cobertura de deuda, usan el Ebitda en su estimación, y éste se calcula como la utilidad operativa más la depreciación de los activos fijos. Y el Ebitda es alto porque las depreciaciones son elevadas, y éstas son elevadas porque corresponden a las inversiones de capital realizadas (en fibra óptica, quizá la principal). Es un juego de palabras, pero el razonamiento es sencillo.

Total Play ha experimentado una etapa inicial de gran inversión, como sucede en industrias intensivas en capital, tales como las telecomunicaciones. En los últimos tres años, por cada 100 dólares de ingresos, Kuri usó en el Capex (inversión de capital) nada menos que 64 dólares. El *top ten* usó 12 dólares en promedio, y, por ejemplo, la británica Liberty Global utilizó 14.

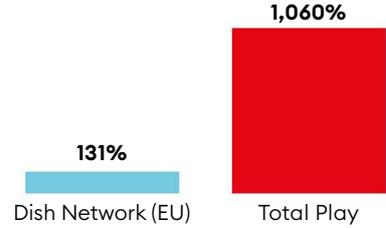
Respecto a las comparaciones, no está por demás considerar que los indicadores de una etapa inicial o expansiva no son “tan comparables” con empresas maduras.

La paradoja puede explicarse por la etapa inicial, quizá planeada y esperada tal como está sucediendo, pero también podría ser una planeación de financiamiento fallida. Sólo el tiempo puede laudar esa duda.

La mezcla de financiamiento es arriesgada y la apuesta todavía no está ganada. Hace falta consolidar una utilidad operativa mayor a los intereses de la deuda. Por eso es una paradoja “en vilo”. **1**

ENDEUDAMIENTO

Razón de endeudamiento: Es la deuda financiera expresada en porcentaje del capital propio; datos al último trimestre publicado



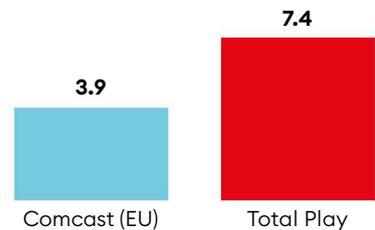
COSTOS TOTALES

En % de los ingresos



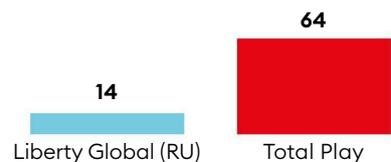
TASA DE INTERÉS

Es la tasa de interés implícita en el pago de gastos financieros generados por la deuda, promedio 2020, 2021 y últimos 12 meses reportados



INVERSIÓN EN BIENES DE CAPITAL

Capex (gasto de capital), en porcentaje de los ingresos - promedio 2020, 2021 y últimos 12 meses reportados



Fuente: La información numérica y gráfica de este análisis fue elaborada con datos de S&P Capital IQ, de las bolsas y comisiones de valores y de las empresas